

Le placement privé de valeurs mobilières aux États-Unis

Xavier Barré

Volume 31, numéro 3, 1990

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/043044ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/043044ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Faculté de droit de l'Université Laval

ISSN

0007-974X (imprimé)

1918-8218 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cette note

Barré, X. (1990). Le placement privé de valeurs mobilières aux États-Unis. *Les Cahiers de droit*, 31(3), 945-966. <https://doi.org/10.7202/043044ar>

Résumé de l'article

Les placements privés constituent un moyen privilégié d'accès aux marchés de capitaux américains. Dispensés d'enregistrement auprès de la SEC, les placements privés de valeurs mobilières offrent aux émetteurs l'avantage d'une plus grande flexibilité et d'un moindre coût, par rapport aux offres publiques de titres.

Cet article décrit les conditions à remplir et les critères très précis dégagés par la jurisprudence américaine et la réglementation de la SEC, auxquels les émetteurs doivent se soumettre, en matière de nombre et de type d'investisseurs, d'informations à rendre publiques, etc. Dans de telles transactions, le conseil juridique doit se conformer à une procédure prédéterminée et entourer l'opération de précautions visant à conserver à l'émetteur, le privilège de l'exemption d'enregistrement.

L'inconvénient principal du dispositif consiste en restrictions attachées à la revente des titres: l'investisseur s'engage à conserver les valeurs acquises pendant une période de deux ans. Cependant, la nouvelle règle 144A, adoptée par la SEC le 19 avril 1990, devrait rendre beaucoup plus souples les conditions de revente des titres et en particulier, bouleverser les conditions d'accès aux marchés financiers américains pour les émetteurs étrangers.

Le placement privé de valeurs mobilières aux États-Unis

Xavier BARRÉ *

Les placements privés constituent un moyen privilégié d'accès aux marchés de capitaux américains. Dispensés d'enregistrement auprès de la SEC, les placements privés de valeurs mobilières offrent aux émetteurs l'avantage d'une plus grande flexibilité et d'un moindre coût, par rapport aux offres publiques de titres.

Cet article décrit les conditions à remplir et les critères très précis dégagés par la jurisprudence américaine et la réglementation de la SEC, auxquels les émetteurs doivent se soumettre, en matière de nombre et de type d'investisseurs, d'informations à rendre publiques, etc. Dans de telles transactions, le conseil juridique doit se conformer à une procédure prédéterminée et entourer l'opération de précautions visant à conserver à l'émetteur, le privilège de l'exemption d'enregistrement.

L'inconvénient principal du dispositif consiste en restrictions attachées à la revente des titres : l'investisseur s'engage à conserver les valeurs acquises pendant une période de deux ans. Cependant, la nouvelle règle 144A, adoptée par la SEC le 19 avril 1990, devrait rendre beaucoup plus souples les conditions de revente des titres et en particulier, bouleverser les conditions d'accès aux marchés financiers américains pour les émetteurs étrangers.

Private investments are a preferred method for accessing the U.S. stock market. Since private investments are dispensed from SEC registration, they offer issuers greater flexibility at a lower cost as compared with public security offers.

* LL.M. (Harvard), diplômé de l'École Supérieure des Sciences Économiques et Commerciales, Paris.

This article describes requisite conditions and specific criteria found in American case-law and SEC regulations with regard to the number and kind of investors, public disclosure, plus other details that issuers must comply with. In such transactions, legal counsel must closely adhere to procedural rules in order to ensure that the issuers privilege of exemption from registration is not jeopardized.

The major drawback in this procedure is found in the restrictions attaching to the resale of securities since the investor commits himself to a two-year holding period. Nonetheless, a reformulated rule 144A which was adopted by the SEC on April 19, 1990, should soften the rules on reselling and significantly expand access to the U.S. market by foreign issuers who, until now, have frequently avoided this market due to disclosure and reporting obligations imposed on U.S. securities.

	<i>Pages</i>
1. Le cadre normatif des placements privés	948
1.1. Les critères de l'article 4(2)	949
1.1.1. La qualité de l'investisseur	949
1.1.2. La disponibilité des informations nécessaires à un investissement	950
1.1.3. La distribution des informations	950
1.1.4. Le nombre d'acheteurs	950
1.1.5. L'apparence de l'offre	951
1.2. La simplification proposée par le règlement D	951
1.2.1. Absence de publicité	952
1.2.2. Nombre et type d'investisseurs	952
1.2.3. Obligations d'information	952
1.2.4. Restrictions en matière de revente	953
2. Le déroulement d'un placement privé	954
2.1. La procédure	954
2.1.1. La négociation du placement de titres	954
2.1.2. Le financement du placement privé et les contrats de vente	955
2.1.3. La liste des investisseurs potentiels	957
2.1.4. Déclarations à la <i>Securities Exchange Commission</i>	957
2.2. Le risque d'intégration	957
2.2.1. L'intégration de plusieurs placements privés en une offre publique ...	958
2.2.2. L'intégration d'émissions internationales simultanées	959
3. Les restrictions à la revente des titres	959
3.1. Les obligations à la charge de l'émetteur	960
3.2. La revente de titres non-enregistrés	960
3.2.1. Les reventes selon l'article 4(1½)	960
3.2.2. Les reventes suivant la règle 144	961
3.2.3. La nouvelle règle visant à la revente de valeurs mobilières	961

3.2.3.1. Modifications introduites par la règle à la revente des valeurs mobilières	961
3.2.3.2. Conséquences de la règle	963
3.2.3.3. Étapes de la réforme	964
Conclusion	965

L'article 5 de la loi sur les valeurs mobilières de 1933 (*Securities Act*) pose le principe général d'un enregistrement obligatoire des valeurs mobilières auprès de la *Securities Exchange Commission* à l'occasion de leur émission aux États-Unis ou de leur cession (offre ou vente) à des ressortissants américains. Fondée sur la nécessité de protéger l'investisseur en lui fournissant des informations sur la société émettrice¹, dont certaines, de nature confidentielle pour l'entreprise, cette obligation fait l'objet d'importantes exceptions prévues par la loi de 1933 (articles 3 et 4).

Certains types d'émissions sont ainsi dispensés d'enregistrement auprès de la SEC afin bien entendu d'encourager l'investissement et, plus spécifiquement, s'agissant d'émissions fondées sur les règlements A et D, de faciliter la formation du capital des petites et moyennes entreprises : les émissions internationales, les émissions de petite taille, les opérations sur le marché secondaire et les placements privés, principale exception en volume d'investissements.

L'un des premiers marchés de valeurs mobilières au monde, le marché américain des placements privés s'est considérablement développé depuis le milieu des années 1970, cette croissance s'accroissant de 1981 à 1987 à un rythme annuel de 41 % en volume pour atteindre 139 milliards de dollars en 1987 dont 122 milliards pour le seul marché obligataire (30 % du marché mondial des placements privés d'obligations)².

-
1. Concernant les valeurs mobilières émises par une société non américaine, les règles précisant l'obligation de fournir des informations de la société émettrice aux investisseurs (*disclosure rules*), pierre angulaire du droit américain des valeurs mobilières, ont été simplifiées par l'amendement du 18 novembre 1982 à la loi de 1933 (Federal Register, Vol. 47, 54, 764 (1982), *Code of Federal Regulations*, 17, § 200, 210, 229, 230, 239, 240, 249 and 260). S'agissant d'émetteurs étrangers, ces règles ne sont toutefois guère plus favorables qu'elles ne le sont pour les sociétés américaines, l'*integrated disclosure system* visant l'ensemble des émetteurs. Voir B. S. THOMAS, « Increased access to United States capital markets : a brief look at the SEC's new integrated disclosure rules for foreign issuers », (1983) 5 *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, 129.
 2. Voir *Release n° 33-6806* (8 novembre 1988).

Les avantages du placement privé aux États-Unis expliquent ce succès : moins long³ et coûteux⁴, plus flexible⁵ que l'offre publique de valeurs mobilières, le placement privé est recherché par les émetteurs qui souhaitent s'ils le peuvent, éviter l'enregistrement de leurs titres⁶.

1. Le cadre normatif des placements privés

L'article 4(2) de la loi de 1933 contient la principale exception à l'obligation d'enregistrement. L'article 4(2) constitue le fondement traditionnel des « offres non publiques » de valeurs mobilières, et la jurisprudence l'a affiné considérablement.

3. Il faut compter environ entre 90 et 120 jours pour l'ensemble du processus d'enregistrement et de mise en place de l'offre.
4. Les dépenses occasionnées par une offre publique comprennent les frais d'enregistrement à la SEC, les frais d'expert-comptable et d'avocats, les frais d'imprimerie (y compris l'impression des certificats de titres), la taxe d'enregistrement de l'État (pour chaque État dans lequel les titres sont mis en vente), les frais de dépôt et de transfert, et l'assurance couvrant la responsabilité prévue par la loi de 1933. Soit de 600 000 à 1 million de dollars pour une offre publique d'un montant de 28 à 230 millions de dollars, non comprises les commissions de souscription (A.A. SOMMER Jr., *International Securities, Law and Practice*, Euromoney Publications, 1985, p. 302).
5. Dans le cas d'un placement de titres obligataires en particulier, le placement privé accorde davantage de souplesse dans la négociation des termes de la créance, dont il permet de modifier ultérieurement les modalités du recouvrement. Voir L. LOSS et J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, Boston, Little, Brown and Co, 1989, Vol. III, p. 1386. Certains auteurs conseillent un placement privé d'obligations lorsque une société recherche un endettement à long terme dépassant les limites consenties par la plupart des banques commerciales (généralement 10 ans), lorsque les taux d'intérêt pratiqués par les banques commerciales sont particulièrement défavorables ou tout simplement, lorsqu'il apparaît qu'un placement privé serait moins coûteux, compte tenu des conditions du marché monétaire. En revanche la bonne santé financière de l'entreprise est impérative pour pouvoir lancer un placement privé, sauf bien sûr, certaines hypothèses telles que celle d'un placement privé de *junk bonds*. La réputation de solvabilité de l'entreprise doit être intacte pour pouvoir attirer les investisseurs. C. GUILLERM et R. KIRK, *Direct investment techniques for the U.S.A.* Boston, Kluwer Law and Taxation Publishers 1983, p. 140.
6. L'enregistrement nécessite la divulgation d'informations dont certaines peuvent gêner les dirigeants de sociétés : données financières, stratégie de la société, rémunération des principaux dirigeants, etc. Le coût élevé pour l'entreprise lié à la recherche et la publication d'informations nécessaires à l'enregistrement a été critiqué par : R.J. ZECHER, « An economic perspective on SEC corporate disclosure », (1985) 7 *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, 307. Les informations requises par la SEC sont détaillées dans : P. MERLOE, « Internationalization of Securities Markets: A critical survey of US and EEC disclosure requirements », *id.*, (1986) 8, 249.

1.1. Les critères de l'article 4(2)

La dispense d'enregistrement est motivée par le fait que l'investisseur — généralement une institution ⁷ — du fait de son expertise ⁸ ou de son pouvoir de négociation ⁹ est en mesure de se procurer les informations nécessaires à la prise de la décision d'investissement.

La SEC considère qu'une offre est « publique ou privée » en fonction de cinq critères qui visent à protéger l'investisseur. Les tribunaux vérifient les circonstances de l'offre en reprenant chaque critère pour s'assurer si les acheteurs potentiels ont besoin de la protection que donne l'enregistrement ¹⁰. Dans la pratique, ce sont d'abord l'émetteur et son conseil, puis éventuellement la SEC qui font cette analyse. De ce fait, les contentieux sont rares.

1.1.1. La qualité de l'investisseur

La plupart des tribunaux et la SEC considèrent qu'il s'agit du critère le plus important. Le juge prend en considération le degré de connaissance ou d'expérience de l'acheteur potentiel (*sophistication of investor*), c'est-à-dire sa capacité à prendre une décision d'investissement en connaissance de cause ¹¹. Les faits suivants sont à considérer : l'acheteur a-t-il les connaissances suffisantes pour se procurer des données nécessaires à une prise de décision d'investissement « intelligente » ? Dans quelle mesure peut-il correctement apprécier et prendre le risque d'investir dans le titre qui lui est proposé ? etc. ¹²

-
7. Une présentation des différents types d'investisseur pouvant bénéficier d'une dispense d'enregistrement dans le cas d'un placement privé (employés de la société, institutionnels et sociétés réalisant une acquisition) est proposée dans l'article : R. GARRET, « The Private Offering Exemption Today », *Fourth Annual Institute on Securities Regulations*, Practising Law Institute, 1973, p. 3.
 8. Sur l'expertise de l'investisseur, voir : J.R. SORAGHAN, « Private Offerings : Determining "Access", "Investment Sophistication", and "Ability to Bear Economic Risk" », (1980) 8 *Sec Reg L.J.* 3.
 9. Sur le pouvoir de négociation de l'investisseur, voir *Bowers v. Columbia General Corp.*, 336 F. Supp. 609 (D. Del. 1971).
 10. La preuve du caractère privé d'une offre est à la charge de la partie qui revendique l'exception, généralement l'émetteur.
 11. « Ability to fend for themselves » (*SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953)).
 12. Selon les réponses apportées, l'offre de titre est considérée privée ou publique et dans ce dernier cas, doit faire l'objet d'un enregistrement. Plus rarement, certains tribunaux considèrent même que l'enregistrement donne à la SEC un contrôle plus étroit sur l'offre, ce qui est un élément de protection supplémentaire pour l'investisseur et que, de ce fait, dispenser l'émetteur d'un tel contrôle ne devrait être permis que dans un nombre de cas très restreint (*Woolf v. S.D. Cohn & Co.*, 515, F.2d 591 (5th Cir. 1975)).

1.1.2. La disponibilité des informations nécessaires à un investissement

La qualité de l'investisseur ne suffit pas à déterminer le caractère privé d'une offre. Encore faut-il que l'investisseur ait accès à tous les documents nécessaires pour pouvoir prendre la décision d'investissement : états financiers mais aussi données techniques sur l'activité et la stratégie de la société. Il doit avoir les moyens de se procurer les mêmes informations que celles que révèle l'enregistrement¹³. La jurisprudence a exigé par exemple, des liens directs entre les acheteurs potentiels et la direction de la société émettrice afin de considérer que les premiers ont réellement accès à l'information¹⁴.

1.1.3. La distribution des informations

Certains tribunaux (minoritaires) soutiennent que l'accès à l'information n'est pas en lui-même suffisant. Il faut non seulement que l'émetteur donne accès à l'information aux acheteurs potentiels, mais qu'il leur distribue effectivement une documentation contenant des informations du même type que celles qu'il devrait révéler dans un formulaire d'enregistrement, et cela quelque soit la qualité de l'investisseur.¹⁵ La SEC toutefois n'a pas retenu ce critère.

1.1.4. Le nombre d'acheteurs

Le concept de placement privé est lui-même limitatif quant au nombre d'acheteurs potentiels devant être approchés par l'émetteur. La Cour Suprême avait refusé de prendre en compte le nombre d'acheteurs pour décider du caractère privé ou public d'une offre, tout en reconnaissant à la SEC le pouvoir d'en limiter le nombre afin de déterminer de l'applicabilité de certaines règles administratives¹⁶. La SEC et certaines juridictions ont cependant une tendance croissante à considérer le nombre d'acheteurs potentiels pour qualifier la nature d'une offre. Plus ce nombre est élevé, plus les chances

13. Voir *Release* n° 5487 (1974).

14. *SEC v. Continental Tobacco Co.*, 463 F.2d 137 (5th Cir. 1972).

15. *Id.* Toutefois, dans *Doran v. Petroleum Management Corp.* (545, F.2d 893 (5th. Cir. 1970)), il a été décidé que l'émetteur ne doit pas fournir à l'investisseur des informations aussi complètes que celles requises pour un enregistrement si l'investisseur est suffisamment qualifié. Cette décision a été motivée par la règle 146, depuis abandonnée par la SEC mais qui continue d'exercer une certaine influence notamment dans les nombreux États qui ont adopté une législation similaire. Sur la règle 146, voir C.W. SCHNEIDER, « The Statutory Law of Private Placements », *The Review of Securities Regulation*, (1981) 14, 869.

16. Voir *S.E.C. v. Continental Tobacco Co.*, *supra*, note 14.

d'échapper à l'obligation d'enregistrement prévue par l'exception des placements privés diminuent, quelque soit la qualité des acheteurs ou le nombre d'informations qui leur sont communiquées¹⁷. Par ailleurs, un investissement minimum de 0,5 à 1 million de dollars est fréquemment requis afin de s'assurer de la participation de personnes morales. En pratique, le nombre et la qualité des acheteurs sont les critères les plus importants.

1.1.5. L'apparence de l'offre

Nombre de juridictions retiennent le fait que si une offre a « l'aspect » d'une offre publique, elle ne devrait pas bénéficier de l'exception prévue par la section 4(2). Sont pris en considération : le montant global de l'offre¹⁸, son caractère plus ou moins facilement négociable¹⁹, la diversité des acheteurs potentiels contactés (*diverse group rule*)²⁰, et la manière que l'offre est présentée, c'est-à-dire que la publicité est faite²¹.

1.2. La simplification proposée par le règlement D

Il est difficile de pondérer l'importance relative de chaque critère compte tenu de la diversité de la jurisprudence et des directives de la SEC (*releases*). L'émetteur qui souhaite effectuer un placement privé devrait donc se conformer d'aussi près que possible à l'ensemble des critères énoncés.

La SEC, consciente des difficultés de mise en œuvre de l'article 4(2), a adopté en 1982 le règlement D (*regulation D*)²² qui permet à un émetteur de bénéficier automatiquement de l'exonération d'enregistrement, à condition que le placement privé satisfasse à toutes les conditions prévues par le règlement.

17. Voir *Hill York Corp. v. American International Franchises*, 448 F.2d 680 (5th Cir., 1971).

18. Une offre de titres d'un montant total de 4 millions de dollars « a l'air plus publique » qu'une émission de 20 000 dollars (*Hill York Corp. v. American International Franchises*, *supra*, note 17).

19. Plus une émission est fractionnée en titres de faible valeur, plus l'offre semble accessible au public (*Hill York Corp. v. American International Franchises*, *supra*, note 17).

20. Voir *SEC v. Continental Tobacco Co.*, *supra*, note 14.

21. La publication d'une offre la rend généralement « publique » (*Hill York Corp. v. American International Franchises*, *supra*, note 17).

22. Voir *Code of Federal Regulations*, 17, § 230, 501-230, 506. Le règlement D n'est pas exempt lui-même de critiques. Une bonne synthèse analytique de celles-ci est donnée par un auteur pourtant favorable à l'adoption de la réforme dans son ensemble : C.W. SCHNEIDER, « Regulation D — Evaluation and Critique », *The Review of Securities Regulation*, (1982) 15, 983.

Les quatre conditions de fond du règlement ont un impact considérable dans la mesure où elles sont prises en considération par la SEC et par les tribunaux pour l'interprétation de l'article 4(2), même dans le cas de renonciation au bénéfice du règlement. La règle 506 impose les quatre conditions de fond suivantes aux émetteurs :

1.2.1. Absence de publicité

Sauf certaines exceptions prévues par la règle 504, un placement privé réalisé suivant le règlement D ne doit faire l'objet d'aucune forme de publicité. L'émetteur doit même s'assurer que les informations non disponibles publiquement et communiquées aux investisseurs potentiels restent confidentielles.

1.2.2. Nombre et type d'investisseurs

Selon la règle 506, les titres peuvent être offerts à un nombre illimité de personnes, mais l'émetteur doit, après avoir effectué des recherches raisonnables, avoir de sérieuses raisons de croire que l'offre n'a bénéficié au maximum qu'à trente-cinq investisseurs autres que des investisseurs « accrédités »²³. Concernant les investisseurs non accrédités, ils doivent soit être qualifiés (*sophisticated*), soit se faire représenter par un intermédiaire qualifié.

1.2.3. Obligations d'information

Aucune information particulière n'est requise en cas de placement privé de type 506 lorsque les seuls investisseurs sont des investisseurs accrédités. Mais si un seul des investisseurs n'est pas accrédité, la règle 502(b) exige que

23. La définition très technique d'investisseur « accrédité » (règle 501(a), *Code of Federal Regulations*, 17, § 230-501(a)) inclut notamment les catégories suivantes : (1) certaines banques américaines, compagnies d'assurances, sociétés d'investissement, sociétés de développement et fonds d'actionnariat des salariés, (2) les sociétés d'investissement soumises à l'*Investment Company Act* de 1940, (3) certaines associations à but lucratif, (4) les administrateurs, dirigeants ou associés de l'émetteur, (5) certaines personnes physiques aux revenus ou à la fortune élevés (qui acquièrent des titres de l'offre en question pour un montant minimal de 150 000 \$, ce montant ne devant pas dépasser 20 % de la fortune de l'investisseur et éventuellement de son conjoint, ou dont la fortune dépasse 1 000 000 \$ ou enfin, personnes dont les revenus ont dépassé 200 000 \$ au cours des deux dernières années fiscales). Une définition plus détaillée de l'investisseur « accrédité » est donnée par : S. LESHIN, « Regulation D : The Accredited Investor », *Review of Securities and Commodities Regulation*, (1985) 18, n° 11.

les informations prévues soient communiquées à tous les acquéreurs²⁴. Un investisseur potentiel doit en outre avoir la possibilité de poser des questions et d'obtenir des renseignements supplémentaires ne nécessitant pas de recherches déraisonnables de la part de l'émetteur.

1.2.4. Restrictions en matière de revente

Sauf certaines exceptions prévues par la règle 504, les titres acquis lors d'une offre de type 506 obtiennent automatiquement le statut des titres émis conformément à l'article 4(2). Selon la règle 502(d), ils ne peuvent être revendus que s'ils sont enregistrés au moment de la revente ou s'ils bénéficient d'une exemption en vertu de la loi de 1933.

L'émetteur doit s'assurer que l'investissement est sincère et non une souscription déguisée, c'est-à-dire un achat de titres destinés à la revente sous couvert d'investissement. Il lui est demandé de signer une déclaration écrite (*investment letter*) et les certificats doivent comporter une légende qui résume les restrictions en matière de revente (*restrictive legend*).

Les placements privés de valeurs mobilières sont donc réalisés selon les techniques de l'article 4(2) ou de la règle 506. Pourtant, les sociétés désireuses d'effectuer un placement privé de dimension modeste peuvent également recourir aux articles 3(b)²⁵ et 4(6)²⁶ de la loi de 1933.

24. L'étendue de ces informations dépend de la taille de l'offre et de la nature de l'émetteur. Les sociétés émettrices publiant un rapport conformément au *Securities Exchange Act* de 1934, peuvent communiquer les informations qu'elles ont déjà transmises à la SEC : rapport annuel, *proxy statement*, et rapport annuel, modèle 10K.

25. L'article 3(b) permet de dispenser d'enregistrement les émissions ne dépassant pas 500 000 dollars (règle 504) et les émissions ne dépassant pas 5 millions de dollars (règle 505). Leur souplesse et leur simplicité conviennent aux émetteurs d'offres de petite taille qui, en l'absence de ces dispositions recourraient probablement aux procédés du placement privé déjà décrits :

- Selon la règle 504, les offres et ventes de titres d'un montant global inférieur à 5 millions de dollars qui sont effectuées dans un intervalle de douze mois, bénéficient d'une exception spéciale à l'enregistrement, sauf si l'émetteur est une société d'investissement ou une société devant présenter un rapport à la SEC, aux termes de la loi de 1934 (*Securities Exchange Act*). L'émetteur n'a pas l'obligation de communiquer d'informations à l'investisseur mais il demeure civilement responsable au regard des lois fédérales sur les valeurs mobilières et doit se conformer à la législation des États.

- La règle 505 exempte d'enregistrement et d'obligation de communiquer des informations les offres et ventes de titres d'un montant global inférieur à 5 millions de dollars, faites dans un intervalle maximum de douze mois, au bénéfice de trente-cinq investisseurs non-accrédités au maximum, qualifiés (*sophisticated*) ou non, sans restrictions numériques pour les investisseurs accrédités et à la condition que l'émetteur ne soit pas une société d'investissement.

26. Le *Small Business Investment Incentive Act* de 1933, a apporté l'article 4(6) en complément de l'article 4(2) auquel il fait explicitement référence. Il vise les offres et ventes de titres à un

2. Le déroulement d'un placement privé

Les investisseurs sur le marché américain des placements privés sont presque exclusivement des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, sociétés d'investissement, sociétés de type SICAV, caisses de retraite, universités,²⁷ etc.). Ceux-ci, du fait de l'absence d'enregistrement auprès de la SEC, acquièrent des valeurs mobilières selon une procédure relativement simple, que le placement privé soit réalisé sur le fondement de l'article 4(2) ou de la règle 506, mais ils doivent se plier aux contraintes propres au type de l'émission et notamment aux restrictions attachées à la revente des valeurs mobilières.

2.1. La procédure

Les transactions de valeurs mobilières dans le cadre d'un placement privé aux États-Unis sont le résultat de négociations directes entre l'émetteur ou la banque d'affaires qui le représente d'une part, et d'autre part les investisseurs institutionnels. Ces négociations directes dont les modalités peuvent varier d'une transaction à une autre ou selon les types d'investisseurs institutionnels, doivent aboutir à définir les termes du placement des valeurs mobilières. Elles n'ont pas d'équivalent exact dans l'offre publique classique.

2.1.1. La négociation du placement de titres

Les parties en présence à l'occasion d'un placement privé sont naturellement l'émetteur et le ou les investisseurs. La transaction est cependant fréquemment entre les mains de banques d'affaires (les banques commerciales commençant de plus en plus à jouer un rôle actif²⁸). Les banques d'affaires agissent surtout pour le compte de l'émetteur mais aussi parfois en représentation d'un investisseur institutionnel²⁹. Le rôle des banques d'affaires est capital lors du

ou plusieurs investisseurs accrédités au sens de l'article 2(15) de la loi de 1933, pour autant que le montant total de l'offre ne dépasse pas la barre fixée par l'article 3(b) (actuellement 5 millions de dollars). Pour bénéficier de l'exception d'enregistrement, la transaction doit être exclusive de toute publicité ou sollicitation publique de clientèle. S'il n'est pas clairement précisé quel type d'information doit être transmis aux investisseurs potentiels, l'émetteur doit explicitement déclarer à la SEC qu'il fait usage de la section 4(6).

27. Voir L. LOSS et J. SELIGMAN, *supra*, note 3, vol. III, p. 1384.

28. F.E. DANGEARD, « Droit américain des valeurs mobilières et opérations financières internationales : Quelques propositions récentes de la SEC », *Revue de Droit des Affaires Internationales*, (1989) 1, 15.

29. Bien que chaque investisseur institutionnel soit réputé avoir qualité pour agir pour son propre compte lors d'un placement privé, il arrive que certains investisseurs (de type SICAV par exemple) utilisent de façon régulière ou non, les services d'une banque d'affaires.

premier placement privé entrepris par de grandes sociétés³⁰. Elles offrent à l'émetteur leur expérience des offres de valeurs mobilières, le guident dans l'organisation de la transaction et veillent à ce qu'il respecte les conditions de fond du placement privé, telles que l'absence de publicité. Intervenant au titre d'agents de placement, selon les termes d'un contrat de placement relativement court, elles sélectionnent les investisseurs institutionnels potentiels, initient les contacts et mettent en rapport les parties.

La seconde étape consiste en la rédaction d'une note d'information (*private placement memorandum*), plus ou moins détaillée selon les cas, mais qui n'a pas à recevoir le visa de la SEC. La note d'information est rédigée soit par l'émetteur lui-même soit par la banque d'affaires. La note contient une description des valeurs mobilières offertes (modalités de l'émission : montant, nombre, valeur nominale, jouissance et forme des titres) et des renseignements concernant la société (renseignements généraux, répartition du capital, description de la société). En l'absence de rapport annuel, ces derniers renseignements doivent être particulièrement détaillés et accompagnés des états financiers.

Le placement des titres s'effectue par un processus de négociation directe entre les parties ou leurs agents. Dès qu'un marché d'acquéreurs est défini avec suffisamment de précision, aux conditions d'émission du titre souhaitées, les investisseurs potentiels s'organisent sous la conduite de l'investisseur qui envisage d'acquérir la plus grosse part du placement (*investment leader*) et choisissent un (ou souvent plusieurs) conseiller juridique qui les représentera collectivement et sera chargé de rédiger un contrat de vente-type pour chacun d'eux. Toutefois, il n'y a généralement qu'un seul contrat.

Entre une émission d'une certaine importance et la vente, les valeurs mobilières sont conservées soit par l'émetteur, soit par un intermédiaire (*security holder*), généralement une banque (*custodian bank*) ou à New York, la *Depositary Trust Company*.

2.1.2. Le financement du placement privé et les contrats de vente

Les documents de financement (*financing documents*) comprennent l'ensemble des contrats d'achat (*purchase agreements*) passés entre l'émetteur et chaque investisseur institutionnel, un *form of note* (ou *bond*, *debenture*,

30. Les banques d'affaires dont l'intervention est parfois requise par la loi, sont particulièrement utiles aux émetteurs étrangers et aux entreprises américaines de taille moyenne. Les grandes sociétés américaines disposent généralement de leur propre réseau d'investisseurs. Elles utilisent cependant fréquemment les services d'une banque d'affaires en cas de revente de valeurs mobilières.

etc. selon la nature du titre émis), et le cas échéant, le « contrat de gestion des titres » (*fiscal agency agreement* ³¹). Les investisseurs institutionnels transmettent notes d'informations et états financiers à un conseiller juridique qui, sur leurs directives, rédige les documents de financement. Une première version est envoyée aux investisseurs institutionnels qui transmettent les documents à leur contentieux (*corporate counsel*) ou à leurs avocats pour étude, et dans un second temps à la société émettrice qui effectue la même démarche. Au cours de cette période de préparation des documents de financement, les parties consultées ont le droit d'intervenir et de demander des modifications dont il sera tenu compte dans les documents définitifs, pour autant que celles-ci permettent d'aplanir les conflits d'intérêts entre les parties, et reçoivent leur approbation ³².

Suit la rédaction finale des documents de financement après accord de l'émetteur et de chaque investisseur institutionnel, puis la signature des contrats d'achat et enfin, l'entrée en possession des investisseurs de leurs titres, au prorata de leur investissement, lors d'une réunion de clôture de la transaction prévue par les contrats d'achat (*closing*).

Les documents de financement constituent la principale protection des investisseurs institutionnels contre le risque d'investissement. Le contrat d'achat par exemple, contient des engagements (*covenants*) et garanties de l'émetteur : communication d'informations précises de nature financière ou autre, dans le contrat, périodiquement après la signature du contrat et même à la demande de l'investisseur. Le contrat d'achat contient aussi des informations prouvant que les valeurs émises peuvent bénéficier de l'exemption prévue par l'article 4(2) ³³. Chaque acquéreur s'engage également à ne pas revendre les valeurs mobilières pendant un certain temps ou à ne les revendre qu'après enregistrement, afin d'éviter une offre publique indirecte ³⁴. Le *form of note* contient d'autres engagements de l'émetteur ³⁵.

31. Ce contrat est passé entre la société chargée de la conservation des titres ou la société émettrice et le « gérant des titres » (*fiscal agent*), généralement une banque commerciale ou une société fiduciaire (*trust company*). Ce dernier agent est chargé de payer les dividendes, les intérêts obligataires, les diverses taxes liées à l'émission, et les éventuels loyers.

32. Cette partie du processus de mise en place d'un placement privé est décrite en détails dans : « Institutional Private Placements under the Section 4(2) Exemption of the Securities Act of 1933 », (1975) 31, *Bus. Law.* 519.

33. Ainsi, le contrat d'achat précise le nombre total d'investisseurs potentiels auxquels les valeurs mobilières ont été offertes. Il contient également l'engagement de l'émetteur de respecter les conditions de fond d'un placement privé.

34. Le contrat d'achat prévoit d'ailleurs qu'au moment de la signature du contrat, chaque investisseur sera avisé par son conseil juridique et celui de l'émetteur, des restrictions et des conditions de revente des titres.

35. Bien gérer ses activités professionnelles et ses comptes, payer ses impôts et ses dettes, respecter les lois et les règlements, ne pas s'engager dans des pratiques financières douteuses,

2.1.3. La liste des investisseurs potentiels

La société émettrice ou la banque d'affaires qui la représente doit conserver par écrit référence des communications avec chaque investisseur potentiel contacté. Elle doit en particulier établir et tenir à jour pendant un certain temps après la transaction, une liste comprenant le nom et l'adresse de chaque investisseur institutionnel potentiel qu'elle avait contacté pour lui proposer des valeurs mobilières dans le cadre du placement privé. Elle doit aussi mentionner les documents et toute information supplémentaire communiquée à chacun d'eux.

2.1.4. Déclarations à la SEC

Dans le cas d'un placement de type 506, l'émetteur doit déposer auprès de la SEC un formulaire de déclaration ou « modèle D »³⁶. Le dépôt doit être fait dans les quinze jours qui suivent la première vente.³⁷ Aucun dépôt n'est nécessaire pour un placement privé fondé sur l'article 4(2).

2.2. Le risque d'intégration

L'émetteur qui a réalisé plusieurs opérations distinctes échappant à l'obligation d'enregistrement court le risque que ces offres soient considérées comme une seule et unique offre publique par une « intégration » réalisée par la SEC. Pratiquement, deux cas peuvent se présenter qui posent problèmes : plusieurs placements privés effectués séparément par un même émetteur sur le marché américain ou une double émission comprenant un placement privé aux États-Unis et une ou plusieurs offres concomitantes sur des marchés de pays étrangers.

limiter son niveau d'endettement, bien gérer ses actifs et ses investissements, veiller au paiement des dividendes, loyers, etc.

36. Le formulaire prévu par la règle 503, est extrêmement simple à remplir à la différence du prospectus requis obligatoirement (et exclusivement) dans le cas général d'une offre publique. Il est également demandé pour les petites émissions effectuées selon l'article 4(6) (Cf. *supra*). Une description détaillée du « modèle D » de son contenu et de la procédure de dépôt à suivre est proposée par J.W. Hicks, 1988 *Limited Offering Exemptions : Regulation D New York*, Clark Boardman, 1988, p. 271.

37. Voir *Releases* n° 33-6389, 33-6663 et 33-6825. Dans cette dernière circulaire entrée en application le 19 avril 1989, la SEC propose une règle 507 aux termes de laquelle le dépôt du « modèle D » ne serait plus une condition nécessaire à l'agrément par la SEC d'une exception à l'obligation d'enregistrement.

2.2.1. L'intégration de plusieurs placements privés en une offre publique

S'étant aperçue que certains émetteurs essayaient de contourner l'obligation d'enregistrement à laquelle est soumise une offre publique, en fractionnant l'appel d'investissement en plusieurs placements privés rapprochés et de faible montant, la SEC a élaboré la théorie de l'intégration qui lui permet de décider que deux ou plusieurs offres que l'émetteur a voulu réaliser de manière « privée » soient regroupées en une offre publique et donc, de soumettre la nouvelle transaction à l'obligation d'enregistrement prévue par l'article 5 de la loi de 1933.³⁸ Il convient cependant de distinguer entre les deux types de placements privés autorisés par le droit américain.

- a) Pour décider de l'intégration de placements privés fondés sur l'article 4(2), la SEC retient les facteurs suivants³⁹ : (1) les offres font partie d'un unique plan de financement ; (2) les ventes portent sur une même catégorie de titres ; (3) elles sont faites approximativement à la même époque ; (4) l'émetteur a reçu le même type de paiement (*consideration*) lors de chaque transaction ; (5) les offres ont été faites dans un même but.
- b) Concernant les placements privés réalisés suivant le règlement D, la règle 502(a) précise que les offres et ventes réalisées dans les six mois qui précèdent le début d'un placement privé ou dans les six mois qui suivent la fin de ce placement, ne peuvent faire l'objet d'une intégration. Cette sorte d'« immunité » contre une intégration (*safe-harbor rule*) qui couvre les transactions ne joue cependant pas pour les offres et ventes de mêmes titres dont le fondement juridique est autre que le règlement D.

38. Une étude distingue même entre l'intégration d'offres multiples (*offering integration*), l'intégration d'offres bénéficiant à une même entreprise ou opération commerciale ou industrielle (*venture integration*) et enfin, l'intégration d'offres pour lesquelles il n'y a qu'un émetteur, généralement dans le cadre d'une franchise ou d'une licence (*issuer integration*). Voir R. B. STEVENSON Jr., « Integration and Private Placements, » *Review of Securities and Commodities Regulation*, (1986) 19, n° 5, 49.

39. Voir *Release* n° 33-4552 (1962). La jurisprudence a constamment retenu l'approche proposée par la SEC, favorisant tantôt le facteur du plan unique de financement (*Barrett v. Triangle Mining Corp.*, *CCH Federal Securities Law Reporter*, § 95 438 (SDNY 1976), *Livens v. William D. Witter, Inc.*, 374 F.Supp. 1104, 1106-07 (D. Mass. 1974)), tantôt introduisant celui d'un vendeur unique des titres (*Value Line Fund v. Marcus*, *CCH Federal Securities Law Reporter*, § 91, 523 (SDNY 1965)).

2.2.2. L'intégration d'émissions internationales simultanées

Le type d'intégration précédent vise à empêcher la fraude à la loi de 1933 à l'occasion d'offres sur le marché américain des valeurs mobilières. Une autre question s'est posée : la SEC peut-elle intégrer un placement privé aux États-Unis avec une ou plusieurs offres de titres dans un ou plusieurs marchés étrangers faisant partie d'un même plan de financement ? Le but d'une telle intégration est de protéger l'investisseur américain acquéreur de titres émis sur un marché étranger et donc non soumis à enregistrement auprès de la SEC. Il s'agit donc d'un problème de restriction à la vente aux ressortissants américains de titres offerts publiquement à l'étranger⁴⁰.

La SEC s'abstient d'intégrer le placement privé aux émissions internationales (ce qui aurait pour effet de remettre en cause l'exonération d'enregistrement dont bénéficie le placement privé aux États-Unis) pour autant qu'elle obtienne la — délicate — garantie de l'isolement des titres émis à l'étranger (*coming to rest abroad*) du marché américain.

La SEC précise que les titres émis à l'étranger ne doivent en aucun cas être vendus à des citoyens ou à des résidents des États-Unis. De même, le produit des titres vendus parallèlement à des investisseurs étrangers ne doit pas être pris en compte dans la détermination du prix d'offre pour l'émission effectuée aux États-Unis.⁴¹

3. Les restrictions à la revente des titres

À la différence de l'exception d'enregistrement de valeurs mobilières où c'est la valeur mobilière elle-même qui est visée et peut donc être vendue et revendue sans jamais devoir être enregistrée⁴², l'exception d'enregistrement

40. A.M. CHAPIN et F.E. DANGEARD, « La Vente d'actions étrangères aux États-Unis, » *Revue de Droit des Affaires Internationales*, (1986) 3, 259.

41. *Preliminary notes to Regulation D, Code of Federal Regulations*, 17, Ch. 11 (4-1-88 Edition), p. 432. Voir également, *release* n° 33-4708 (9 juillet 1964). En l'absence d'un marché suffisant pour les titres émis à l'occasion d'un placement privé aux États-Unis, concurrentement avec une offre internationale, la SEC peut se montrer cependant plus flexible. Ainsi, dans une lettre interprétative du 10 février 1987 au *College Retirement Equity Fund*, la SEC a-t-elle autorisé des investisseurs institutionnels acquéreurs de titres émis de façon privée par une société française, à revendre ces titres sur la Bourse de Paris en l'absence d'enquête et sans restrictions concernant la nationalité ou la résidence des acquéreurs.

42. Ainsi les émissions de papier commercial, les valeurs mobilières émises par une banque ou encore les émissions liées à une réorganisation, les titres émis par le Gouvernement des États-Unis, les possessions américaines et les cinquante États, certaines obligations à moins de neuf mois d'échéance, les titres émis par les sociétés de bienfaisance (*charitable organizations*), les institutions d'épargne, certaines sociétés d'assurance, etc.

attachée à la transaction ne libère pas la revente du titre des formalités ultérieures d'enregistrement.

3.1. Les obligations à la charge de l'émetteur

Afin d'éviter qu'une irrégularité ne vicie les conditions d'exemption d'enregistrement du placement privé (la revente non autorisée de titres ou une revente prématurée par exemple), l'émetteur doit surveiller l'emploi futur des titres par les investisseurs institutionnels, une fois la transaction achevée. Pour cela, il doit engager des démarches raisonnables pour s'assurer que l'investisseur acquiert les titres pour lui-même et non à des fins de souscription, pour les distribuer dans le public.

Les émetteurs utilisant l'article 4(2) ou la règle 506 doivent s'assurer que les certificats comportent une légende résumant les restrictions en matière de revente c'est-à-dire rappelant que les titres ne peuvent être revendus sans enregistrement à moins qu'une nouvelle exemption ne soit disponible. L'émetteur doit de plus informer la banque d'affaires chargée du placement, de ces restrictions et obtenir un accord écrit (*investment letter*) de chaque acheteur s'engageant à ne pas revendre les titres avant de les avoir fait enregistrer ou d'avoir obtenu une exception à l'enregistrement pour ces titres.

3.2. La revente de titres non-enregistrés

Trois types de revente de titres sans enregistrement sont prévus. Un projet de réforme est à l'étude qui bouleverserait les conditions de revente de titres non-enregistrés et dont l'impact modifierait même l'ensemble des dispositions applicables aux placements privés.

3.2.1. Les reventes selon l'article 4(1½)

Lorsque les critères de validité du placement privé dans le cadre de l'article 4(2) sont réunis, les tribunaux et la SEC acceptent une revente de nature privée sur le fondement de l'article 4(1). En d'autres termes, le premier acquéreur de titres lors de leur placement privé peut, les critères jurisprudentiels de l'article 4(2) étant réunis, les « distribuer » en qualité de souscripteur. La théorie dite de l'article 4(1½) est fondée sur le principe selon lequel l'investisseur est autorisé à effectuer une vente de titres que l'émetteur aurait eu le droit de réaliser. Bien que la SEC ait conseillé une durée de détention des titres (*holding period*) de 3 à 4 ans ou même plus selon les cas, les tribunaux n'exigent pas une telle condition⁴³.

43. « The Section "4(1½)" Phenomenon : Private Resales of "Restricted" Securities », (1979) 34 *Bus. Law.*, 1961.

3.2.2. Les reventes suivant la règle 144⁴⁴

La règle 144 adoptée par la SEC autorise entre autres la revente des titres non-enregistrés pour autant que celle-ci ne revienne pas à une « distribution » au sens de l'article 2(11)⁴⁵. Pour cela, la revente doit satisfaire à six conditions : (1) le détenteur des titres doit déposer à la SEC une déclaration de revente ; (2) il doit de bonne foi avoir l'intention de revendre les titres dans un court délai après le dépôt de la déclaration ; (3) l'acheteur doit disposer d'informations récentes concernant l'émetteur ; (4) les titres ne peuvent être revendus qu'après une période de deux ans afin que le premier investisseur ait effectivement assumé le risque d'investissement, la période de détention ne commençant qu'une fois le paiement des titres achevé ; (5) le nombre de titres revendus est limité : pas plus de 1 % du nombre total de titres par période de trois mois (1 % du volume de titres échangés par semaine si le marché du titre est particulièrement actif). Toutefois, toute revente par une personne non affiliée à l'émetteur (c'est-à-dire qui ne le contrôle ni n'est contrôlée par lui) est libre après trois ans) ; (6) la revente des titres doit s'effectuer de manière à ne pas perturber le cours du titre.

3.2.3. La nouvelle règle visant à la revente des valeurs mobilières

Le 11 juillet 1989, la SEC a proposé une nouvelle version de la règle 144A qui autorise sans enregistrement préalable, la revente de certaines catégories de valeurs mobilières ayant fait l'objet d'un placement privé dispensé d'enregistrement, au profit d'investisseurs institutionnels⁴⁶. Cette nouvelle proposition, plus prudente, réduit les modifications apportées par la proposition de règle 144A rendue publique le 25 octobre 1988, dont l'impact attendu aurait été considérable⁴⁷.

3.2.3.1. Modification introduites par la règle à la revente des valeurs mobilières

La SEC, constatant que les investisseurs institutionnels ont les moyens d'obtenir eux-mêmes l'information nécessaire à une décision d'investissement, accepterait de réduire de façon significative les cas d'enregistrement au plan

44. « Resale by Institutional Investors of Debt Securities Acquired in Private Placements, » (1979) 34 *Bus. Law.*, 1927.

45. Voir *Release* n° 33-5223 (11 janvier 1972).

46. Voir *Release* n° 33-6839 (18 juillet 1989).

47. *Supra*, note 2.

fédéral. Aux termes de la nouvelle proposition de règle 144A, l'offre ou la vente de valeurs mobilières⁴⁸, effectuée par une personne autre que l'émetteur serait exempté d'enregistrement auprès de la SEC dans les conditions suivantes :

- les titres (1) doivent avoir été émis en conformité avec les obligations d'information de la loi de 1934 ou être des obligations ou des actions préférentielles non convertibles, dans la mesure seulement où ces titres ne sont pas cotés en bourse aux États-Unis ni n'ont été admis dans le système hors-cote NASDAQ (*non-fugible securities*), (2) ne peuvent être offerts ou vendus qu'à des investisseurs institutionnels qualifiés (*qualified institutional buyers*) ou des investisseurs dont le vendeur a de sérieuses raisons de croire qu'il sont tels, c'est-à-dire essentiellement des investisseurs institutionnels détenant des valeurs mobilières pour un montant supérieur à 100 millions de dollars⁴⁹.

48. Il s'agit de valeurs mobilières ayant été émises soit selon les dispositions de l'article 4(2), soit selon celles du règlement D, soit enfin dans le cadre d'une opération *offshore* non soumise à l'exigence d'enregistrement préalable.

49. La nouvelle règle 144A donne la définition suivante très précise de l'« investisseur institutionnel qualifié » :

(1) Any of the following, acting for its own account, that at the conclusion of its most recent fiscal year had assets invested in securities that were purchased for a total of more than \$ 100,000,000: (i) any bank as defined in section 3(a)(2) of the « Securities » Act, or any savings and loan association or other institution as defined in section 3(a)(5)(A) of the « Securities » Act; (ii) any broker or dealer registered pursuant to section 15 of the Exchange Act; (iii) any insurance company as defined in section 2(13) of the « Securities » Act; (iv) any investment company registered under the Investment Company Act... or any business development company as defined in section 2(a)(48) of that Act; (v) any Small Business Investment Company licensed by the U.S. Small Business administration under section 301(c) or (d) of the Small Business Investment Act of 1958; (vi) any plan established and maintained by a state, its political subdivisions, or any agency or instrumentality of a state or its political subdivisions, for the benefit of its employees; (vii) any employee benefit plan within the meaning of Title I of the Employee Retirement Income Security Act of 1974, if the investment decision is made by a plan fiduciary, as defined in section 3(21) of that Act, which is either a bank, savings or loan association, insurance company, or investment adviser registered under the Investment Advisers Act...; (viii) any private business development company as defined in section 202(a)(22) of the Investment Advisers Act; and (ix) any corporation, Massachusetts or similar business trust, organization described in section 501(c)(3) of the Internal Revenue Code or partnership.

(2) Any investment adviser registered under the Investment Advisers Act, acting for its own account, that at the conclusion of its most recent fiscal year had aggregate assets invested in securities and assets under management invested in securities that it purchased for an aggregate total of more than \$ 100,000,000.

(3) Any investment company registered under the Investment Company Act, acting for its own account, that is part of a family of investment companies which at the conclusion of the company's most recent fiscal year had aggregate assets invested in securities that were purchased for more than \$ 100,000,000. « Family of investment companies' means: (i) Except for insurance company separate accounts, any two or more investment companies separately registered under the Investment Company Act that share the same investment adviser (or, in the case of unit investment trusts, the same depositor); or (ii) With respect to insurance company separate accounts, any two or more separate accounts separately registered under the Investment Company Act that share the same investment adviser and

- le vendeur ou son représentant doivent (1) s'assurer de ce que l'investisseur est informé du fait que la revente des titres est effectuée selon la règle 144A ; (2) fournir à l'investisseur, à la demande de celui-ci, un certain nombre d'informations concernant l'émetteur du titre dans le cas où l'émetteur n'est pas soumis à l'obligation d'information de la loi de 1934 (*Exchange Act*), (3) s'assurer en lui faisant signer une déclaration écrite par exemple, de ce que l'investisseur ne revendra pas à son tour les titres à moins de les avoir enregistrés auprès de la SEC ou d'obtenir une dispense d'enregistrement, lorsque les deux conditions suivantes sont réunies : l'émetteur n'est pas soumis à l'obligation d'information de la loi de 1934, et les titres (a) font l'objet d'une cotation sur une bourse hors des États-Unis ou sur un « marché-boursier étranger désigné » et (b) ont été admis dans le système hors-cote NASDAQ au cours des douze derniers mois.

3.2.3.2. Conséquences de la règle

La première proposition de règle 144A avait reçu de nombreux commentaires de la part des parties intéressées et la SEC craignant qu'une réforme trop hardie n'engage à des reventes de titres incontrôlées et risquées pour l'épargnant a préféré se situer en retrait de sa proposition d'octobre 1988, ce qui a facilité l'adoption de la règle 144A. La nouvelle règle 144A propose

that function under operational or accounting or control systems that are substantially similar.

(4) Any bank as defined in section 3(a)(2) of the [Securities] Act, or any savings and loan association or other institution as defined in section 3(a)(5)(A) of the [Securities] Act, acting in its fiduciary capacity, which at the conclusion of its most recent fiscal year had accounts over which it exercised investment discretion with aggregate assets invested in securities that it purchased on behalf of such accounts for a total of more than \$ 100,000,000.

(5) Any bank holding company, operating either (i) in a state that prohibits or restricts branch banking or (ii) in more than one state, and any wholly-owned subsidiary of that bank holding company, acting for its own account, if in the aggregate the wholly-owned subsidiaries of the holding company at the conclusion of the holding company's most recent fiscal year had assets invested in securities that the holding company and subsidiaries purchased for a total of more than \$ 100,000,000.

(6) Any bank holding company and any wholly-owned subsidiary of the bank holding company operating either (i) in a state that prohibits or restricts branch banking or (ii) in more than one state, acting in its fiduciary capacity, if in the aggregate the wholly-owned subsidiaries of the holding company at the conclusion of the holding company's most recent fiscal year had accounts, over which they exercised investment discretion, with assets invested in securities that the holding company and subsidiaries purchased on behalf of such accounts for a total of more than \$ 100,000,000 ; and ;

(7) Any entity all of the equity owners of which are qualified institutional buyers.

toutefois une dérèglementation de certaines catégories de valeurs mobilières destinées à des « investisseurs institutionnels qualifiés »⁵⁰.

Admettant les reventes de titres non-enregistrés sur le marché secondaire, la règle 144A devrait stimuler le développement des placements privés, et l'intervention des banques sur les marchés financiers qui prendraient ferme l'ensemble des titres offerts pour les revendre aux conditions de la règle 144A.

Les émetteurs étrangers dont les titres ne sont souvent placés qu'auprès d'investisseurs institutionnels devraient voir les cas d'enregistrement auprès de la SEC considérablement réduits et leur accès aux marchés financiers américains facilité, les cas déjà existant de dispense d'enregistrement visant les émetteurs étrangers étant conservés⁵¹.

La règle 144A devrait aussi avoir pour effet de réduire la période de détention des titres dans le cas d'une revente selon la règle 144 (à deux ou trois ans selon que le détenteur des titres est « affilié » ou non à l'émetteur), et de la faire commencer dès la vente par l'émetteur.

Enfin, la règle 144A devrait encourager l'accès sur les marchés financiers américains de titres *off-shores* immédiatement aux États-Unis aux conditions décrites.

3.2.3.3. Étapes de la réforme

La proposition de règle 144A, adoptée par la SEC le 19 avril 1990 et promulguée le 24 avril 1990 par la *Release n° 33-6862, constitue, selon la SEC, le premier volet d'une réforme plus profonde visant à déréglementer largement le droit des placements privés en rendant beaucoup plus souples les conditions de revente des titres ainsi émis.*

Les mois suivant l'adoption de la règle 144A devraient permettre à la SEC d'observer attentivement le comportement des émetteurs et investisseurs afin de déterminer l'étendue et le calendrier des étapes futures de la dérèglementation. La SEC considère qu'une prochaine proposition allant au-delà

50. Cette limitation du bénéfice de la règle aux investisseurs détenant pour plus de 100 millions de dollars de titres restreint en effet l'objectif initial d'une plus grande liquidité du marché des placements privés. B. LONGSTRETH, E. PERELL et R. INGERMAN « Regulation S and Rule 144A : has the SEC got it right? », *International Financial Law Review*, Septembre 1989, p. 30.

51. La règle 12g3-2(b) contenue dans la loi de 1934 (*Exchange Act*) dispense des obligations d'enregistrement et d'information les sociétés étrangères ayant émis lors d'un placement privé, des actions détenues par au moins 300 résidents des États-Unis, ces actions n'étant pas cotées sur une bourse américaine ni admises au système hors-cote NASDAQ. Cette règle est maintenue par la proposition de règle 144A.

*des dispositions de la règle 144A devrait être introduite environ un an après l'adoption de celle-ci. Elle s'inspirerait des dispositions abandonnées de la première proposition de règle 144A*⁵². *Le projet de réforme dans son entier devrait bouleverser les conditions dans lesquelles les émetteurs font appel aux marchés de capitaux américains, ce qui explique son adoption progressive.*

Conclusion

Le formalisme et les exigences d'un enregistrement auprès de la SEC découragent par leur rigueur nombre de sociétés désireuses de diversifier leur financement aux États-Unis et expliquent que le nombre d'entreprises étrangères cotées sur les bourses américaines ne soit pas plus important. Le placement privé de valeurs mobilières évite dans une large mesure les contraintes liées à l'offre publique et apparaît donc comme une alternative satisfaisante à nombre d'entreprises américaines ou étrangères. Les statistiques fournies par la SEC⁵³ témoignent de la vigueur du marché des placements privés qui devrait continuer à se développer à la faveur des réformes récentes et qui visent principalement à faciliter la revente de titres (proposition de règle 144A) et dans une moindre mesure, l'assouplissement des conditions d'application extraterritoriales des règles concernant le commerce international ou «interétatique» (proposition de règlements modifiant l'article 5 de la loi de 1933).

Une réforme de type «règle 144A» devrait provoquer un bouleversement fondamental des conditions dans lesquelles les émetteurs font appel aux marchés de capitaux américains. Elle devrait en particulier favoriser l'accès aux marchés financiers américains pour les émetteurs étrangers.

Entre le souci originel du législateur de 1933 de protéger l'investisseur (tout particulièrement les petits épargnants) et les projets actuels multipliant les exceptions à l'obligation d'enregistrement pour encourager l'investissement, l'écart d'objectif est considérable. L'arbitrage est entre les mains de la SEC,

52. Le projet de règle 144A du 25 octobre 1988 proposait de répartir les placements privés entre trois types d'émissions correspondant à des modalités différentes de revente des titres à deux nouvelles catégories d'acheteurs institutionnels sur le second marché (*institutional buyers*, *qualified institutional buyers*, cette dernière catégorie étant plus largement définie que dans la nouvelle proposition de règle 144A), les titres revendus étant largement affranchis des formalités d'enregistrement. La nouvelle règle 144A ne vise que la première catégorie d'émission, elle-même amendée (*qualified institutional buyers tier*), les deux autres catégories devant servir de fondement aux prochaines étapes de la réforme.

53. En l'absence d'obligation générale de déclarer un placement privé à la SEC (en dehors de la déclaration «D» prévue pour les placements privés fondés sur la règle 506) ou à aucune agence dépendant du gouvernement des États-Unis, les statistiques concernant les placements privés aux États-Unis sont nécessairement estimatives et approximatives.

agence gouvernementale qui a décidé non d'une simple modification législative mais d'une réforme aux conséquences macro-économiques possibles non négligeables. En effet, l'accès plus facile au marché américain des capitaux a un impact direct sur le comportement des épargnants, le taux d'inflation aux États-Unis, les cours du marché des capitaux et naturellement l'investissement américain (stimulé ou non en fonction de la part relative des placements domestiques ou étrangers qui augmentera le plus).

Le succès des placements privés d'actions et surtout d'obligations ne doit toutefois pas occulter certaines critiques justifiées, qui nuancent les avantages du procédé. Du point de vue de l'acquéreur, celui-ci ne dispose pas du vaste marché américain sur lequel il pourrait revendre ses titres à volonté, rapidement et d'un bloc. Le risque attaché à l'investissement est donc supérieur. L'entreprise émettrice pour sa part, ne bénéficie pas ou bénéficie dans une moindre mesure de la plupart des avantages d'une offre publique sur le marché américain : marché très large (le nombre d'investissements potentiels étant limité,) coût du capital plus avantageux (la négociation du prix de l'offre s'effectuant entre un nombre restreint d'intervenants), etc. Par ailleurs, les contraintes liées à la revente de titres font peser sur la société émettrice la menace réelle d'un échec de l'opération. Ainsi, une revente soumise à l'enregistrement des valeurs mobilières ou à l'obtention d'une exemption d'enregistrement de celles-ci qui serait effectuée par un investisseur institutionnel sans prendre garde à ces conditions, ou encore une revente prématurée sans respect de la *holding period* requise, feraient courir le risque de rendre publique l'ensemble de l'émission⁵⁴. La pratique relativise toutefois cette hypothèse de même que celle d'une intégration⁵⁵, assurant le marché du placement privé de valeurs mobilières de perspectives de développement très favorables aux États-Unis.

54. D.B. DEAKTOR, « Integration of Securities Offerings, » [1979] 31 *U. Fla. L. Rev.* 489. La principale garantie de l'émetteur tient dans la « lettre d'investissement » signée par l'investisseur. L'investisseur institutionnel s'exposerait à des poursuites judiciaires en cas de manquement aux engagements de la lettre. La légende inscrite sur le certificat de titre et les instructions données à l'agent chargé du transfert des titres (*stop transfer instructions*) par l'émetteur, lors de l'émission et par un conseiller juridique en cas de revente, constituent deux garanties supplémentaires pour l'émetteur.

55. Sur ce point, il faut noter que l'émetteur peut provoquer une intégration lorsque, modifiant sa stratégie de financement, il décide postérieurement à un placement privé de recourir à une offre publique. C.W. SCHNEIDER et J.M. MANKO « Going Public — practice, procedure and consequences », (1970) 15 *Vill. L. Rev.*, 304 et *id.* (1981) 40, 27.